“ INSTRUMENTET E POLITIKËS MONETARE TË BANKËS SË SHQIPËRISË ”

Leksion i Guvernatorit të Bankës së Shqipërisë prof.dr.Shkëlqim CANI në Fakultetin Ekonomik të Universitetit Bujqësor të Kamzës

Tiranë, më 06 Prill 2004

INSTRUMENTAT E POLITIKËS MONETARE
TË
BANKËS SË SHQIPËRISË

HYRJE

Hartimi dhe zbatimi politikës monetare është detyra kryesore e Bankës së Shqipërisë dhe, pa dyshim, veprimtaria që tërheq më tepër vemendjen e publikut. Politika monetare është e orientuar drejt përmbushjes së objektivit të kontrollit të inflacionit. Por, puna konkrete e zhvilluar nga Banka e Shqipërisë për kontrollin e inflacionit është e paqartë për publikun e gjerë.

A është në gjendje banka qendrore të ndikojë realisht nivelin e çmimeve në ekonomi? Nëse është, ç'arë instrumentesh konkrete ka në dispozicion ajo për të kontrolluar inflacionin? Si lidhen këto instrumente me objektivin e inflacionit? Cilat janë detajet konkrete të funksionimit të tyre? Këto janë pyetjet kryesore të cilave ky leksion merr përsipër t'iu japë përgjigje.

Leksioni fillon me një përshkrim të shkurtër të ndikimit të inflacionit në ekonomi, për të nënvizuar rëndësinë e kontrollit të tij nga banka qendrore. Ai vazhdon me një pasqyrë të kuadrit teorik të politikës monetare dhe, në fund, ndalet gjerësisht në rolin e instrumenteve monetare në zbatimin e politikës monetare.

I. BANKA QENDRORE DHE INFLACIONI.

Literatura ekonomike e dekadave të fundit konvergon në një pikë: **kontributi më i rëndësishëm që mund të japë një bankë qendrore në zhvillimin ekonomik të një vendi është arritja dhe ruajtja e qëndrueshmërisë së çmimeve.** Kjo konsideratë, e mbështetur gjerësisht edhe nga eksperienca ekonomike e periudhave të fundit, është në bazë të fokusit të vazhdueshëm të punës së bankave qendrore në kontrollin e inflacionit. Pjesa dërrmuese e bankave qendrore në botë kanë si objektiv kryesor qëndrueshmërinë e çmimeve. Edhe Banka e Shqipërisë, si banka qendrore e Republikës së Shqipërisë, ndan të njëjtin shqetësim dhe të njëjtin objektiv me bankat e tjera qendrore. Sipas ligjit nr.8269, datë 23.11.1997 "Për Bankën e Shqipërisë", *"objektivi kryesor i Bankës së Shqipërisë është të arrijë dhe të ruajë stabilitetin e çmimeve[1]".*

Përpara se të analizojmë funksionimin e instrumenteve monetare dhe rolin e tyre në përmbushjen e objektivit kryesor të Bankës së Shqipërisë, fillimisht e gjej me vend të ndalem disi në sqarimin e efekteve që ka inflacioni në ekonomi.

I.1 PSE DUHET LUFTUAR INFLACIONI?

Është vërtetuar se ekonomitë kanë një ecuri më të mirë të rritjes ekonomike, të rritjes së punësimit dhe të përmirësimit të standardit të jetesës kur inflacioni është i ulët. Studimet, në të cilat është vrojtuar lidhja midis rritjes së prodhimit apo të produktivitetit dhe inflacionit, kanë treguar se sa më i lartë të jetë inflacioni aq më e ulët është rritja ekonomike në terma realë.

Pikërisht lidhja negative midis inflacionit dhe ritmeve të rritjes ekonomike ka bërë që bankat qendrore (me përjashtime të vogla) ta bëjnë inflacionin e ulët qëllimin kryesor të politikës së tyre monetare.

[1] Banka e Shqipërisë ka dhe objektiva të tjerë. Duke iu referuar përsëri ligjit "Për Bankën e Shqipërisë" shohim se ajo ka edhe këta objektiva: "Në përputhje me objektivin e saj kryesor dhe mbi bazën e tregut të brendshëm bankar, nxit dhe mbështet zhvillimin e regjimit dhe të sistemit të këmbimeve valutore, tregun e brendshëm financiar, sistemin e pagesave, si dhe ndihmon në përmirësimin e kushteve monetare e kredituese, në mbështetje të stabilitetit dhe të zhvillimeve ekonomike të vendit. Objektivat e tjerë të Bankës së Shqipërisë, të kushtëzuar nga objektivi kryesor i saj, duhet të nxisin ruajtjen e likuiditetit, aftësinë paguese dhe funksionimin normal të sistemit bankar të bazuar në parimet e tregut". **Por, ligji është i qartë në përcaktimin e prioriteteve të objektivave: objektivi kryesor i Bankës së Shqipërisë është kontrolli i nivelit të inflacionit.** Të gjithë objektivat e tjerë, të përmendur më sipër, janë të kushtëzuar nga respektimi i objektivit kryesor.

"Objektivi i punës sonë në Federal Reserve është të reduktojmë inflacionin deri në atë pikë sa ai të mos përbëjë më një faktor në vendimmarjen ekonomike. Në qoftë se ne do të jemi të suksesshëm, shpërndarja e burimeve do të jetë më afër optimumit, duke dhënë pasoja pozitive në rritjen ekonomike dhe në standardin e jetesës."

Gary H. Stern
President, Federal Reserve Bank of Minneapolis

Një pyetje që natyrshëm kërkon përgjigje është: *pse inflacioni i ulët është i favorshëm për rritjen ekonomike?* Në fund të fundit, lidhja statistikore nuk vërteton shkakësinë! Lidhja midis rritjes ekonomike dhe inflacionit mund të jetë aksidentale ose shkakësia mund të vijë nga ana e kundërt, pra mund të jetë rritja ekonomike ajo që provokon inflacion të ulët. Kjo është vërtet një pyetje e vështirë dhe, deri më sot, nuk ka teori që ta shpjegojnë qartë dhe pa ekuivoke këtë lidhje. **Sidoqoftë, arsyetimi ekonomik sugjeron se ka të paktën dy kanale nëpërmjet të cilave inflacioni ndikon ecurinë e ekonomisë reale:**

- ndryshe nga inflacioni i lartë, inflacioni i ulët rezulton në shpërndarje (alokim) më të mirë të burimeve pasi sinjalet e dërguara nga procesi i përcaktimit të çmimeve mund të interpretohen më lehtë dhe më saktë;
- inflacioni i ulët ndihmon stabilitetin financiar.

A. SHPËRNDARJA E BURIMEVE.

Çmimet relative përfaqësojnë faktorin kryesor që orienton alokimin e burimeve.

- Një ndryshim në çmimet relative, që rezulton nga një rritje/ulje në kërkesën për një produkt të caktuar, duhet të zhvendosë burimet ekonomike nga aktiviteti në të cilin çmimet kanë rënë (relativisht) për tek aktiviteti në të cilin çmimet janë rritur. Ndërkohë, rritja e nivelit të përgjithshëm të çmimeve, inflacioni, nuk duhet të ndryshojë alokimin e burimeve në këtë mënyrë. **Por, në një mjedis inflacionist, është e vështirë për agjentët ekonomikë që të dallojnë një ndryshim në çmimet relative nga rritja e nivelit të përgjithshëm të çmimeve, pra inflacionit.** Një konfuzion i tillë ndodh zakonisht në rastet kur inflacioni i lartë. Për më tepër, inflacioni i lartë do të thotë shpesh edhe një inflacion i ndryshueshëm, çka rrit edhe më tej pasigurinë. **Si rezultat i saj, burimet mund të drejtohen ndaj përdorimeve të gabuara gjatë periudhave inflacioniste.**

- **Përveç asaj çka u përmend më lart, inflacioni mund të përbëjë problem për vlerësimin e normës reale të interesit.** Norma reale e interesit (norma nominale e interesit e korrigjuar me inflacionin) është çmimi relativ i mallrave të tanishëm ndaj atyre që do të prodhohen në të ardhmen. Norma reale e interesit është ajo që udhëheq vendimet e individëve për konsum apo për kursim dhe vendimet e firmave për investime. Ajo nuk jepet në mënyrë të dukshme si çmim i tregut por llogaritet nga individët duke i zbritur apo shtuar normës nominale të interesit inflacionin e pritshëm. Kur inflacioni është i ndryshueshëm, detyra për të përcaktuar normën reale të interesit bëhet akoma më e vështirë. **Alokimi apo drejtimi jo i përshatshëm i burimeve, në këto kushte do të ndikojë negativisht mbi rritjen ekonomike dhe standardet e jetesës, pasi burimet nuk vihen në përdorimin më të mirë të mundshëm.**

- Pa një indeksim të përgjithshëm, inflacioni mund të rezultojë në transferime të paparashikueshme të pasurisë. **Nëse sistemi tatimor nuk është i indeksuar me ndryshimin e çmimeve, inflacioni mund të zbehë nxitjen për investime dhe punë[2].** Gjithashtu, **inflacioni ndikon në rishpërndarjen e burimeve nga shtresat me të ardhura fikse (nëpunësit, pensionistët) tek ata me të ardhura të indeksuara me inflacionin (prodhuesit dhe tregtarët).**

Të gjitha këto efekte, janë më pak të ndjeshme kur inflacioni është vazhdimisht i ulët. Sa më tepër të ketë sukses një bankë qendrore në uljen e inflacionit, aq më tepër ekonomia i afrohet drejtimit apo shfrytëtzimit optimal të burimeve, gjë kjo që do të ndikonte drejtpërdrejt në rritjen ekonomike dhe ngritjen e standardeve të jetesës.

B. STABILITETI FINANCIAR.

Arsyeja e dytë pse inflacioni pengon rritjen ekonomike është se ai ndikon në stabilitetin financiar. Një ekonomi me inflacion të ulët ka më pak të ngjarë të përjetojë luhatje të theksuara në çmimet e aseteve dhe në pritshmëritë për këto çmime. Problemet e lidhura me keqvlerësimin e çmimeve të aseteve dhe parashikimet për to, nuk janë shumë të ndryshme nga konfuzioni për ndryshimet në çmimet relative dhe ato të përgjithshme që u përshkruan pak më sipër. Investitorët dhe kreditorët mund t'i keqintepretojnë sinjalet që marrin nga çmimet dhe të nxjerrin konkluzione të gabuara. Në këto rrethana,

[2] Dihet se forma më e përhapur e sistemit tatimor është ajo progresive, që do të thotë se shtresat e popullsisë me të ardhura më të mëdha duhet të paguajnë tatime më të larta në raport me të ardhurat e tyre. Për shembull, për të ardhura mujore deri në 10.000 lekë ju paguani 10% tatim ndërsa për të ardhura mbi 10.000 lekë ju paguani 12% tatim. Nëqoftëse do të supozojmë se për efekte të inflacionit (supozojmë një normë inflacioni 10%) e ardhura juaj rritet nga 9.500 lekë në 10.450 lekë, ju nuk do të paguani më 10% tatim, por 12%. Për të shmangur këtë ulje të të ardhurave reale, sistemi tatimor rekomandohet të jetë i indeksuar me inflacionin, pra klasat e tatimeve të ndryshojnë me ndryshimin e inflacionit.

burimet financiare nuk shfrytëzohen siç duhet. Stabiliteti financiar është i domosdoshëm për një ekonomi të shëndetshme.

- **Vendimet për kreditimin që përcaktojnë shfrytëzimin e burimeve financiare mund të jenë më pranë nivelit optimal në një ekonomi me inflacion të ulët.** Ky përfundim rrjedh nga ideja që bankierët dhe klientët e tyre bëjnë zakonisht një punë më të mirë për vlerësimin e ecurisë së biznesit në një atmosferë çmimesh relativisht të qëndrueshme;

- **Stabiliteti financiar rrit aftësitë e një ekonomie për të zbutur goditjet e mundshme:** rritjen e çmimeve të energjisë, ndryshime të theksuara teknologjike, zhvillime të paparashikuara në ekonomitë e shteteve partnere në tregti, e kështu me radhë. Ngjarje të tilla sjellin keqpërdorim të burimeve por një sistem financiar i shëndoshë mund 't'i thithë' këto goditje pa lejuar që ato të dëmtojnë aktivitetin ekonomik. Në këto rrethana, rritja reale do të ndikohej më pak nga ç'do të ndikohej në kushtet ku sektori financiar do të zmadhonte dhe përhapte efektet e goditjes. Për më tepër, ka të ngjarë që efektet e goditjeve dhe reagimet e duhura të jenë më lehtë të identifikueshme në një mjedis jo-inflacionist.

I.2 PSE DUHET PRANUAR INFLACIONI?

Megjithë ekspozenë e mësipërme dhe konsensusin e arritur mbi pasojat negative të inflacionit në aktivitetin ekonomik në një periudhë afatgjatë, praktika tregon se asnjë bankë qendrore nuk ka si objektiv të vetin një nivel inflacioni 0. Në gjuhën teknike thuhet se objektivi i stabilitetit të çmimeve përkthehet në një objektiv inflacioni pozitiv, në nivele të ulta, por jo 0. Në vijim, do të parashtrojmë shkurtimisht disa arsye pse duhet pranuar inflacioni i ulët inflacioni në ekonomi:

- Ashtu siç u theksua edhe më sipër, inflacioni paraqet një rritje të përgjithshme të nivelit të çmimeve në ekonomi. Por, ekonomia është vazhdimisht në lëvizje: shijet e konsumatorëve ndryshojnë ndërsa inovacionet teknologjike prezantojnë produkte të reja në treg apo ulin kostot e prodhimit. Të gjithë këta faktorë janë burim për lëvizjen e çmimeve relative të mallrave në ekonomi, e cila ka si pasojë riorientimin e burimeve të ekonomisë drejt produkteve më fitimprurëse**. Lëvizja relative e çmimeve ushtron presion për rritjen e nivelit të çmimeve** për një arsye të thjeshtë: çmimet kanë njëfarë rezistence në ulje por jo në rritje. Normalisht, ju mund të shikoni një çmim të rritur trefish, por vështirë se mund të gjendet një shembull i reduktimit të çmimit në një të tretën. **Në qoftë se politika monetare do të orientohej drejt një niveli inflacioni 0, ajo do të pengonte lëvizjen relative të çmimeve dhe ristrukturimin e ekonomisë në përputhje me realitetin e ri.** Kjo lëvizje është edhe më e madhe në një

ekonomi në zhvillim. Për këtë arsye, vendet në zhvillim, një ndër të cilat është dhe Shqipëria, pranojnë objektiva më të lartë inflacioni se vendet e zhvilluara.

- Diskutimi mbi efektet negative të inflacionit, duhet vendosur në një sfond krahasues. **Kështu, deflacioni (e kundërta e inflacionit apo ulja e nivelit të përgjithshëm të çmimeve) është më i dëmshëm për ekonominë sesa inflacioni.** Në një situatë ku çmimet bien dita-ditës, vendimet për konsum do të bien, në pritje të çmimeve më të ulta dhe më të favorshme. Po kështu, deflacioni rrit koston reale të huamarrjes dhe, për rrjedhojë, dekurajon vendimet e kompanive për investime. Ulja e konsumit dhe e investimeve do të sillte pa dyshim një ngadalësim të aktivitetit ekonomik. **Në këtë mënyrë, nëqoftëse banka qendrore do të synonte një inflacion 0, ajo do të mbante përsipër rrezikun e situatave deflacioniste.**

- **Inflacioni thuhet shpesh se maskon aspektin cilësor të mallrave dhe shërbimeve.** Nevoja për të qenë konkurrentë apo dhe thjesht akumulimi i eksperiencës në fushat respektive, bën që firmat të ofrojnë produkte gjithnjë e më cilësore në treg. Por ndryshimi ciësor nuk reflektohet i gjithi në çmimin e produktit. Për shembull, megjithëse një aparat telefoni celular mund të ketë të njëjtin çmim në treg, teknologjia, funksionet dhe cilësia e tij janë mjaft më të larta sot në krahasim me dy vjet më parë. **Nga ky këndvështrim, mund të themi se tolerimi i një niveli të ulët inflacioni është "çmimi" që duhet të paguajë shoqëria për të garantuar ekzistencën e stimulit ekonomik për inovacione teknologjike.**

Si përfundim, mund të thuhet se ndërsa efektet negative të inflacionit në ekonomi dihen dhe janë të pranuara gjerësisht, asnjë bankë qendrore nuk barazon stabilitetin e çmimeve me ruajtjen e inflacionit në nivelin 0. Në praktikë, vendet e zhvilluara[3] synojnë një inflacion rreth nivelit 2 për qind. Për vendet në zhvillim, diapazoni i objektivit të inflacionit është më i gjerë. Në vendet e Evropës Lindore, një ndër të cilët është dhe Shqipëria, mund të thuhet se përgjithësisht ky objektiv luhatet rreth nivelit 3-5 për qind.

[3] Këtu duhen përmendur: Sh.B.A., vendet e Evropës Perëndimore, Kandaja, Australia, Zelanda e Re, Japonia etj..

II. INSTRUMENTET MONETARE DHE POLITIKA MONETARE.

Deri në këtë pikë është bërë e qartë se inflacioni i ulët mund të ketë efekte të dukshme në rritjen dhe zhvillimin ekonomik nëpërmjet efektit që ai ka në shfrytëzimin e burimeve reale dhe në stabilitetin financiar.

Një nga pikat e pakta për të cilat shumë makroekonomistë bien dakord është që **inflacioni është pikësëpari dhe më së shumti një fenomen monetar.** Ai ndodh si pasojë e krijimit, për një periudhë afatgjatë, të parasë në një masë që e kalon prodhimin e mallrave dhe shërbimeve në ekonomi. Për më tepër, është arritur në konsensus se oferta e parasë përcaktohet nga banka qendrore në një periudhë afatgjatë. Në këtë mënyrë, **me një politikë të përshtatshme, banka qendrore mund të arrijë dhe të ruajë nivele të ulëta inflacioni në një periudhë afatgjatë.** Në një kuptim të gjerë banka qendrore duhet të ketë si përgjegjësi të saj rritjen e parasë në përputhje me nivele të ulëta të inflacionit. Nëse banka qendrore e arrin këtë, vendi do të ketë përfitime të rëndësishme ekonomike.

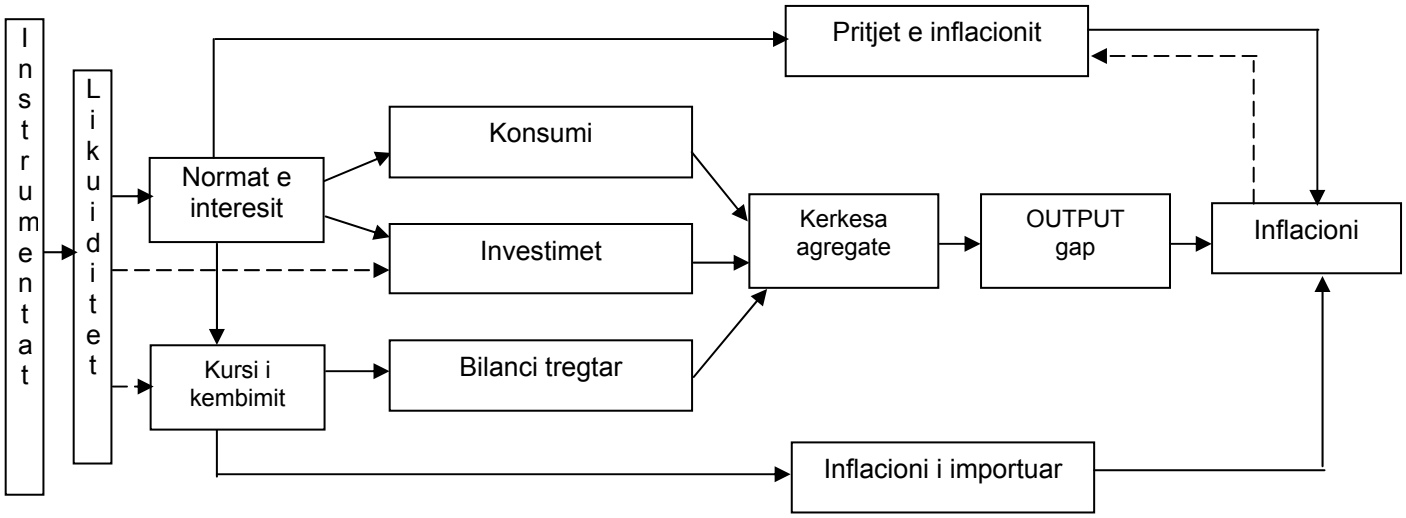
E drejta si edhe detyrimi për të kontrolluar krijimin e parasë në një periudhë afatgjatë, lejon luhatje të theksuara në lëvizjen afatshkurtër të parasë. Në të kaluarën agregatët monetarë përdoreshin për të lidhur periudhën afatshkurtër me atë afatgjatë. Megjithëse ndikimi i agregatëve monetarë në nivelin e çmimeve në ekonomi nuk diskutohet, fortësia dhe koherenca e kësaj lidhjeje janë zbutur. Lidhja afatshkurtër midis parasë dhe ekonomisë ka ardhur duke u dobësuar.

Për këtë arsye, **horizonti optimal kohor në të cilin duhet të veprojë politika monetare është ai afatmesëm.** Bankat qendrore i kushtojnë pak rëndësi interpretimit të lëvizjeve afatshkurtra dhe reagimit ndaj tyre. **Një rrjedhim i rëndësishëm i këndvështrimit afatgjatë të bankave qendrore është nevoja për një pavarësi reale të tyre.** Politikat ekonomike të qeverive, shpesh janë provuar të jenë politika të kufizuara nga horizonti kohor i mandatit qeverisës. Garantimi i stabilitetit makroekonomik dhe kontrolli i inflacionit kërkojnë politika afatgjata, jashtë konsideratave politike. Koncepti i pavarësisë së bankave qendrore nga politika ka gjetur konsensusin akademik dhe praktik në të gjithë botën.

II.1 MEKANIZMI I TRANSMISIONIT.

Në mënyrë që ndërhyrja e një banke qendrore të jetë e suksesshme, ajo duhet të ketë të qartë mënyrën se si përcillet në ekonomi politika e saj monetare. Mekanizmi i transmisionit përmbledh kanalet nëpërmjet të cilave instrumentet e politikës monetare ndikojnë aktivitetin real ekonomik dhe përmbushin objektivin e inflacionit. Në vija të përgjithshme, mekanizmin e transmisionit mund ta përmbledhim me skemën e mëposhtme:

Figura 1. Mekanizmi i transmisionit të politikës monetare[4].



Duke iu referuar skemës së mësipërme, mund të bëjmë një analizë të shkurtër të funksionimit të mekanizmit të transmisionit.

1. Zbatimi i politikës monetare fillon nëpërmjet instrumenteve të saj. Banka qendrore është në gjendje të kontrollojë me saktësi vetëm përdorimin e këtyre instrumenteve. Duke lëvizur nga e majta në të djathtë të skemës, ndikimi i politikës monetare vjen duke u zbehur.

2. Instrumentet e politikës monetare përcaktojnë nivelin e likuiditetit në tregun ndërbankar dhe ndikojnë në normën nominale të interesit të tregut

[4] Me vija të ndërprera janë pasqyruar lidhjet, fortësia e të cilave mendohet se ka një ndikim dytësor në mekanizmin e transmisionit. Kjo skemë duhet konsideruar vetëm si një skemë orientuese, për të struktuar diskutimin në vijim. Ajo nuk pretendon të jetë një skemë e plotë e të gjitha kanaleve të mundshme të mekanizmit të transimisionit.

ndërbankar[5]. Gjithashtu, niveli i likuiditetit ushtron ndikim edhe në kursin e këmbimit.

3. Ndryshimi i normave nominale të interesit, në një periudhë afatshkurtër, shndërrohet në një ndryshim të normës reale të interesit. Ndryshimi i normave reale ndikon nivelin e kërkesës agregate në ekonomi. Në veçanti, normat reale të interesit ndikojnë dy komponentë përbërës të saj:

- Konsumin. Niveli i normave të interesit ndikon vendimet e individëve për konsum/investime. Rritja e normës së interesit rrit kursimet në ekonomi, duke ulur konsumin, dhe anasjelltas. Një kanal i dytë nëpërmjet të cillit normat e interesit ndikojnë konsumin është i ashtuquajturi *efekti i pasurisë* (wealth effect). Ulja e normave të interesit rrit vlerën e aseteve financiare të individëve, duke rritur pasurinë e tyre dhe duke nxitur kosumin e tyre.
- Investimet. Ulja/rritja e normës reale të interesit ul/rrit koston reale të huamarrjes, duke ndikuar në nivelin e investimeve në ekonomi. Por ka dhe dy rrugë të tjera me anë të të cilave ndryshimi i normave të interesit ndikon në nivelin e investimeve. (a) *Kanali i ngushtë i kredisë* (narrow credit channel): ulja e normave të interesit presupozon rritje të likuiditetit, çka do të thotë më shumë fonde në dispozicion të ekonomisë, dhe anasjelltas. (b) *Kanali i gjerë i kredisë* (broad credit channel): ulja e normave të interesit sjell rritje të vlerës së aseteve financiare, çka do të thotë se firmave iu rritet niveli i kolateralit që kanë në dispozicion dhe, rrjedhimisht, edhe mundësia për të marrë kredi.

4. Ndryshimi i normave të interesit ndikon në pritjet e agjentëve ekonomikë për inflacionin. Këto pritje janë një input shumë i rëndësishëm në mekanizmin e përcaktimit të çmimeve, sidomos për ato ekonomi të cilat funksionojnë mbi bazën e kontratave afatgjata të pagave. Ndryshimi i normave të interesit sinjalizon publikun për politikën e bankës qendrore në lidhje me inflacionin. Niveli i besimit të publikut në bankën qendrore bën që ai të reagojë duke modifikuar pritjet inflacioniste, edhe pa u shfaqur ende efektet reale të ndryshimit të normës së interesit. Sa më e besueshme të jetë politika monetare dhe sa më kredibël të jetë institucioni i bankës qendrore aq më i fortë është ky kanal dhe aq më i lehtë është kontrolli i inflacionit.

5. Ndryshimi i normave të interesit ndikon nivelin e kursit të këmbimit[6]. Mekanizmi nëpërmjet të cilit bëhet i mundur ky ndikim është i ashtuquajturi

[5] Mënyrën se si instrumentet e politikës monetare ndikojnë normat e interesit të tregut ndërbankar do ta sqarojmë në vijim.

UIP (Uncovered Interest rate Parity)[7]. Sipas tij, monedhat të cilat kanë norma interesi relativisht të larta pritet të mbiçmohen dhe anasjelltas, monedhat të cilat kanë norma interesi relativisht të ulta pritet të nënçmohen. Në vendet e zhvilluara kjo realizohet nëpërmjet lëvizjes ndërkombëtare të kapitalit. Në Shqipëri, megjithëse mungojnë flukset afatshkurtra të kapitalit ndërkombëtar, ky efekt realizohet nëpërmjet sasisë të konsiderueshme të valutës që ekziston në ekonomi. Më konkretisht, gjatë vitit 2003, diferenca e normave të interesit midis lekut dhe valutave, ka ushtruar vazhdimisht presion për mbiçmimin e lekut.

6. Ndikimi i kursit të këmbimit në inflacion formon atë që quhet kanali i kursit të këmbimit. Ky kanal mund të ndahet në tre pjesë:

- Ndryshimi i kursit të këmbimit ndikon në nivelin e inflacionit të importuar[8]. Me inflacion të importuar do të kuptojmë atë inflacion që vjen në ekonomi si pasojë e konsumit në ekonomi të mallrave të importit. Kuptohet që një nënçmim i lekut do të rriste çmimin e tyre dhe, si rrjedhim do të rriste edhe inflacionin e importuar. Ekonomia shqiptare është një ekonomi me një bazë të vogël prodhuese dhe, si rrjedhim, mjaft e ekspozuar ndaj këtij kanali.
- Kursi i këmbimit ndikon në kompetitivitetin e eksporteve të një vendi, në bilancin tregtar (eksportet neto) dhe në kërkesën agregate[9].
- Kursi i këmbimit ushtron një ndikim psikologjik në përcaktimin e çmimeve në ekonomi[10]. Në këtë mënyrë ai ndikon në pritjet inflacioniste dhe në inflacionin real.

7. Ndryshimi i konsumit, i investimeve dhe i bilancit tregtar ndikojnë në nivelin e kërkesës agregate. Kjo ilustron një fakt shumë të rëndësishëm. Në fakt, politika monetare është një instrument për kontrollin e kërkesës agregate në ekonomi. Por, ajo që është më e rëndësishme për inflacionin dhe që përcakton së fundi nivelin e tij është output-gap-i ose diferenca midis produktit aktual dhe produktit potencial[11]. Në qoftë se kjo diferencë është

[6] Efektet e përshkruara në shënimin 4 dhe në shënimin 5 formojnë atë që quhet kanali i normave të interesit.
[7] Megjithëse vitet e fundit po rritet literatura e cila vë në pikëpyetje efektin e këtij mekanizmi, këto studime mbeten thjesht në formën e konstatimeve empirike, kjo do të thotë se efekti i këtij mekanizmi mbetet i pranishëm, por ai zbehet nga një sërë faktorësh si pritjet e agjentëve ekonomikë dhe natyra shpesh spekulative e tregjeve valutore.
[8] Në literaturë ky efekt njihet si *exchange rate pas-through*. Ndikimi i tij mendohet se është afatshkurtër dhe mjaft i konsiderueshëm në vendet në tranzicion. Studimet empirike në Shqipëri tregojnë se nënçmimi i lekut rrit inflacionin brenda një periudhe njëmujore.
[9] Për ekonominë shqiptare, ku eksportet janë kryesisht lëndë të para ose mallra me material porositësi, ky ndikim është mjaft i dobët,
[10] Ky kanal nuk është paraqitur në skemën e mësipërme të mekanizmit të transmisionit.
[11] Produkti potencial është një koncept teorik. Ai tregon nivelin e produktit (PBB-së) që do të ishte në ekonomi në kushtet e punëzënies së plotë, Si punëzënie e plotë nuk konsiderohet një nivel papunësie 0. Në

pozitive, kërkesa agregate ushtron presion për inflacion. Në qoftë se kjo diferencë është negative, niveli i aktivitetit të brendshëm ekonomik nuk është burim për presione inflacioniste.

Mekanizmi i transmisionit është mjaft i rëndësishëm në hartimin dhe zbatimin e politikës monetare. Ai përshkruan mënyrën se si funksionon politika monetare në të gjitha aspektet e saj, duke filluar nga instrumentet e politikës monetare deri në ndikimin e tyre në inflacion. Ndërkohë, duke patur parasysh mekanizmin e transimisionit, hartimi i politikës monetare ndjek rrugën e kundërt, pra ai fillon nga objektivi i inflacionit dhe vazhdon me përcaktimin e kuadrit të përgjithshëm të politikës monetare dhe përdorimin e instrumenteve të politikës monetare për përmbushjen e tyre.

II.2 KUADRI I PËRGJITHSHËM I POLITIKËS MONETARE.

Politika monetare konceptohet dhe konkretizohet nëpërmjet objektivave të ndërmjetëm dhe operacionalë dhe kuadrit të instrumenteve të saj.

Politika monetare vepron në ekonomi me njëfarë vonese[12]. Kjo vonesë kushtëzohet nga përcjellja e vendimeve të politikës monetare në tregjet financiare dhe nga reagimi i tregjeve dhe i ekonomisë ndaj tyre. Sa më pak të zhvilluara të jenë tregjet financiare dhe sa më e dobët të jetë lidhja e tyre me aktivitetin e sektorit real të ekonomisë aq më e gjatë është kjo periudhë kohore. Për këtë arsye, banka qendrore duhet të reagojë ndaj zhvillimeve të pritshme në inflacion dhe jo ndaj ecurisë aktuale të inflacionit, sepse kjo e fundit është jashtë mundësisë së ndikimit të saj. Kjo i detyron bankat qendrore të zhvillojnë instrumente dhe procedura që i lejojnë ato të reagojnë në avancë ndaj zhvillimeve të pritshme në inflacion. **Bankat qendrore përdorin tregues të tjerë për të vlerësuar nevojën për ndërhyrje të politikës monetare dhe efektivitetin e saj. Këta tregues njihen si *objektiva të ndërmjetëm* dhe *objektiva operacionalë.***

fakt, në ekonomi pranohet se duhet të ketë një nivel papunësie duke reflektuar ndryshimin dhe ristrukturimin e ekonomisë. Si nivel i punëzënies në kushtet e produktit potencial përdoret e ashtuquajtura NAIRU (*Non Accelerating-Inflation Rate of Unemployement*).

[12] Studime të ndryshme kanë treguar se horizonti khor gjatë të cilit ndikimi i politikës monetare shfaqet i plotë shkon nga 6 në 24 muaj.

Objektivi i ndërmjetëm[13] realizon lidhjen midis objektivit të inflacionit dhe një treguesi, i cili mund të përdoret si sinjalizues i hershëm i nivelit të tij. Teorikisht, objektivat e ndërmjetëm duhet të plotësojnë dy kushte: (i) ata duhet të kenë një lidhje të fortë dhe të qëndrueshme me objektivin përfundimtar dhe (ii) objektivat e ndërmjetëm duhet të jenë nën kontrollin e bankave qendrore.

Megjithatë, as objektivat e ndërmjetëm nuk mund të jenë nën kontroll të plotë nga autoritetet. Për më tepër, ekzistojnë vonesa kohore që zbehin kontrollin e autoriteteve monetare mbi nivelin e objektivave të ndërmjetëm. **Për këtë arsye, del nevoja për të identifikuar objektiva operacionalë, të cilët vendosin një lidhje midis instrumenteve të një banke qendrore dhe objektivave të ndërmjetëm të saj.** Si rregull, ecuria e objektivave operacionalë mund të monitorohet me frekuenca mjaft të shkurtra, zakonisht ditore ose javore. Objektivat operacionalë mund të ndahen në dy grupe të medha:

- objektiva sasiorë, të cilët synojnë kontrollin e likuiditetit të sistemit bankar ose të një agregati tjetër monetar, i cili është nën kontroll të plotë të bankës qendrore; dhe,
- objektiva cilësorë, si normat e interesit në tregun ndërbankar.

Objektivat e ndërmjetëm dhe ata operacionalë ndryshojnë në varësi të regjimit të politikës monetare të aplikuar. Në vijim, do të ndalemi në regjimet kryesore të politikës monetare që sugjeron praktika botërore, implikimet e tyre për përcaktimin e objektivave të ndërmjetëm dhe operacionalë, regjimin e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë dhe kuadrin e saj të objektivave.

II.3 REGJIMET KRYESORE TË POLITIKËS MONETARE.

Regjimet kryesore të politikës monetare janë:

- targetimi i kursit të këmbimit;
- targetimi monetar;
- targetimi i inflacionit.

[13] Objektivi i ndërmjetëm shpesh njihet edhe si ankorë (nominal anchor), sepse ai shpallet dhe shërben për të orientuar pritjet e agjentëve ekonomikë.

Targetimi i kursit të këmbimit[14].

Në këtë regjim, bankat qendrore synojnë kontrollin e kursit të këmbimit, duke e parë këtë të fundit si përcaktuesin kryesor të zhvillimeve ekonomike. Fiksimi i monedhës kombëtare kundrejt një valute të huaj (ose një shporte të valutave të huaja) arrin objektivin e qëndrueshmërisë së çmimeve[15] dhe nxit shkëmbimet tregtare, duke ulur pasigurinë e kursit të këmbimit.

Në varësi të fortësisë së angazhimit të bankës qendrore për të ruajtur kursin e këmbimit, këto regjime mund të shkojnë nga regjime të kursit të këmbimit të administruar në regjime të kursit të këmbimit në "currency board", ose adoptim i monedhes së një vendi të huaj.

Box 1. Variantet e mundshme të targetimit të kursit të këmbimit:

Managed floating -	Banka qendrore synon kontrollin e lëvizjeve të kursit të këmbmit, por pa bërë angazhime formale në publik.
Soft peg[16] -	Banka qendrore angazhohet në ruajtjen e një niveli të caktuar të kursit të këmbimit, duke e përkufizuar këtë në formën e një intervali me një tolerance relativisht të konsiderueshëm.
Hard peg -	Banka qendrore angazhohet në ruajtjen e një niveli të caktuar të kursit të këmbimit, me nje interval minimal tolerance.
Currency board -	Është një regjim i rreptë i fiksimit të kursit të këmbimit. Ai përmbledh një mekanizëm të ngurtë angazhimesh institucionale me anë të të cilave banka qendrore angazhohet të hedhë në qarkullim monedhë kombëtare vetëm nëse në rezervat e saj valutore hyn sasia korresponduese e valutës së huaj, sipas një kursi të fiksuar.
Adoptim i një valute të huaj -	Praktikisht një vend heq dorë nga e drejta e tij sovrane për të emetuar monedhën kombëtare dhe njeh si

[14] Këtë strategji e ndjekin shumë vende të rajonit si Bullgaria, Maqedonia, Kroacia, Bosnja, vendet balltike, etj..

[15] Përgjithësisht, kursi i këmbimit fiksohet kundrejt një valute të fortë, si për shembull dollari amerikan ose euro. Me fiksimin e kursit të këmbmit kundrejt valutës së një vendi tjetër, importohet edhe inflacioni i atij vendi. Euro dhe usd karakterizohen nga norma inflacioni relativisht të ulta, prandaj edhe ky regjim i politkës monetare siguron qëndrueshmëri të çmimeve megjithëse nuk e ka atë objektivin primar të deklaruar nga banka qendrore.

[16] Niveli i kursit të këmbimit dhe intervali i tolerancës që e shoqëron atë mund të ndryshojnë në varësi të kohës. Në këtë rast kemi atë që quhet *crawling peg.*

	mjet këmbimi zyrtar për të gjitha transaksionet e zhvilluara një valutë të huaj.

Ruajtja e një niveli të caktuar të kursit të këmbimit kërkon që banka qendrore të jetë vazhdimisht e pranishme në tregun valutor, duke qenë e gatshme të blerë dhe të shesë valutë me kurset e caktuara. Në këtë kënvdështrim, ky regjim i politikës monetare nuk kërkon vendosjen e objektivave të ndërmjetëm dhe operacionalë.

Targetimi monetar[17].

Baza teorike e këtij regjimi të politikës monetare është pikëpamja monetariste se inflacioni është një fenomen monetar. Duke u nisur nga kjo, bankat qendrore synojnë që kontrollin e inflacionit ta realizojnë nëpërmjet kontrollit të nivelit të mjeteve monetare në ekonomi. Synimi i politikës monetare është përafrimi i ofertës monetare me kërkesën e ekonomisë për mjete monetare reale.

Këto regjime kërkojnë si objektiv të ndërmjetëm të tyre kontrollin e nivelit të agregatëve monetarë. Si rregull, objektiv i ndërmjetëm është rritja e ofertës monetare. Ky regjim i politikës monetare mund t'i pranojë të dy tipet e objektivave operacional. Si kontrolli i nivelit të bazës monetare ashtu dhe ai i normave të interesit në tregun e parasë ndikojnë në ekspansionin e ofertës së parasë. Të dy këta variabla mund të kontrollohen nga instrumentet e politikës monetare.

Targetimi i inflacionit[18].

Targetimi i inflacionit është aktualisht regjimi më në modë ndër vendet e zhvilluara. Nga ana konceptuale, ai i bazon vendimet e politikës monetare në parashikimin e inflacionit duke shfrytëzuar të gjithë informacionin e mundshëm. Adoptimi i një regjimi të tillë kërkon studimin në detaje të mekanizmit të transmetimit dhe zbërthimin e tij në një model të integruar ekuacionesh. Targetimi i inflacionit është regjimi më i saktë i politikës monetare, sepse ai shfrytëzon të gjitha njohuritë mbi mënyrën e funksionimit të ekonomisë dhe dinamikën e ndërveprimit të sektorëve të saj.

[17] Këtë strategji e kanë ndjekur vende të tilla si: RFGJ, SHBA, Cekia, Rumania, Ish-Jugosllavia, etj.. Kohët e fundit po vihet re një tendencë e shmangies së kësaj metode,

[18] Këtë strategji e ndjekin vende të tilla si Zelanda e Re, Australia, Kandaja, Cekia, Hungaria, Turqia etj.. Banka Qendrore Europiane mund të mendohet sendjek një version shumë të modifikuar të saj.

Objektivi i ndërmjetëm i një regjimi të tillë është vetë parashikimi i inflacionit[19]. Ndërsa si objektiva operacionalë përdoren normat e interesit në tregun ndërbankar.

Banka e Shqipërisë, zbaton regjimin e targetimit monetar[20]. Për arritjen e objektivit të saj të inflacionit, Banka e Shqipërisë përdor si objektiv të ndërmjetëm normën vjetore të rritjes së ofertës së parasë. Ajo synon të sigurojë një rritje të sasisë së parasë gjithsej që të përputhë kërkesën me ofertën për para dhe të përshtatë rritjen reale të ekonomisë me objektivin e inflacionit. Në rast të mospërputhjeve do të kemi rritje të inflacionit dhe/ose zhvlerësim të kursit të këmbimit (në rast se oferta për mjete monetare është më e madhe se kërkesa); ose dizinflacion dhe/ose mbiçmim të kursit të këmbimit (në rast se kërkesa është më e madhe se oferta). Kontrolli i rritjes së parasë për të ruajtur stabilitetin e çmimeve do të thotë se Banka e Shqipërisë shikon te niveli i mjeteve monetare në ekonomi një shpjegues të rëndësishëm të nivelit të çmimeve në të.

[19] Funksioni kryesor i objektivit të ndërmjetëm është vlerësimi i hershëm i përshtatshmërisë së politikës monetare, me qëllim që t'i japë asaj kohën e duhur për të reaguar.
[20] Së fundi, Banka e Shqipërisë ka bërë publik angazhimin e saj për adoptimin e regjimit të targetimit të inflacionit në një periudhë afatmesme.

III. INSTRUMENTET E POLITIKËS MONETARE TË BANKËS SË SHQIPËRISË.

Fillimisht, instrumenti kryesor i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë ka qenë kontrolli i nivelit minimal të normave të interesit të bankave me kapital shtetëror dhe kontrollet mbi kreditin e bankave. Këto instrumente futen në grupin e instrumenteve direkte. Ato janë në fakt masa administrative që kufizojnë aspekte të caktuara të tregut financiar. Si të tilla, ato janë të dëmshme dhe, kudo ku zhvillimi i tregjeve financiare arrin një nivel të tillë që i mundëson, janë zëvenëdsuar nga instrumentet indirekte të politikës monetare.

Marrëveshjet e riblerjes dhe ato të anasjellta të riblerjes (repot dhe repot e anasjellta) janë prezantuar në vitin 2000 dhe gradualisht u bënë mbizotëruese. Në muajin shtator të vitit 2000, Banka e Shqipërisë eleminoi kontrollin e normave të interesit të depozitave, duke kaluar tërësisht në instrumentet indirekte të politikës monetare. Avantazhi i këtyre instrumenteve është se ato veprojnë në përputhje me logjikën e tregut, duke mos shkaktuar deformime në të. Banka qendrore ndikon aktivitetin e tregut financiar duke qenë thjesht një pjesëmarrës në të[21].

Box 2. Instrumentet indirekte të politikës monetare.

Për një kohë relativisht të gjatë (1992-2000) zbatimi i politikës monetare iu besua dy instrumenteve kryesore, kufirit të kredisë dhe përqindjes së detyruar të interesit të depozitave me afat në lekë. Këto instrumente, në vetvete ishin thjesht dy vendime administrative të Bankës së Shqipërisë të cilat konsistonin në rritjen e kufizuar të tepricës së kredisë nga ana e bankave tregtare si dhe në detyrimin që kishin bankat me kapital shtetëror për të respektuar nivelin minimal të normës së interesit për depozitat me afat në lekë të shpallur nga ana e Bankës së Shqipërisë.

Kufiri i kredisë. Sistemi bankar i pazhvilluar dhe mosprania e një tregu formal të zhvilluar të kredisë, i imponuan Bankës së Shqipërisë, domosdoshmërinë, që duke filluar nga mesi i vitit 1992, të kontrollonte sasinë e kredisë të dhënë sektorit

[21] Megjithatë, duhet pranuar se banka qendrore është njëpjesëmarrës i privilegjuar, duke u nisur nga sasia e fondeve që ajo ka në dispozicion dhe shkalla e informacionit.

joqeveritar, nëpërmjet aplikimit të kufijve të kreditit në mënyrë të veçantë për çdo bankë të sistemit bankar. Për të siguruar një lloj fleksibiliteti si dhe për të inkurajuar bankat që të fillonin forma të thjeshta të transaksioneve ndërbankare, u pa e arsyeshme që kufijtë të ishin të tregtueshëm.

Problemet e hasura ishin të shumta, sidomos në lidhje me raportimin dhe me mbikëqyrjen e respektimit të kufijve të akorduar. Kredia e re për sektorin privat filloi të rritet me ritme të shpejta, dhe në fund të vitit 1993, ajo zinte rreth 11 për qind të totalit të kredisë krahasuar me 4 për qind që ishte një vit më parë. Për shumë arsye objektive dhe subjektive, respektimi i këtyre kufijve, në shumë raste, u bë i pamundur, duke ulur eficiencën e këtij instrumenti.

Shtimi i huamarrjes në sektorin informal të ekonomisë, uli gradualisht kërkesën për kredi ndaj sistemit bankar, ndërkohë që, duke filluar nga muaji maj 1995, sistemit bankar iu shtua dhe një alternativë tjetër investimi, bonot e thesarit. Në këtë mënyrë, roli i kufirit të kredisë ra ndjeshëm dhe sidomos pas krizës së vitit 1997, kur, si për shkaqe të normave të mbikëqyrjes bankare ashtu dhe për arsye të skepticizmit që karakterizon sistemin bankar ndaj biznesit privat në përgjithësi, ky instrument filloi të humbasë kuptimin e tij derisa në vitin 1999, u hoq dorë përfundimisht nga aplikimi i mëtejshëm i tij.

Përqindja e interesit. Me fillimin e përpjekjeve për stabilizimin e ekonomisë, në mesin e vitit 1992, akordimi i një përqindjeje reale të kthimit të depozitave në lekë u mendua se do të ishte kyçi kryesor në arritjen e suksesit, sidomos për mobilizimin e burimeve dhe të investimeve financiare. Lëvizja e parë ishte rritja e përqindjes minimum për depozitat me afat në lekë, nga nivele të ulta në 4 – 8 për qind në 22 – 32 për qind (respektivisht për depozitat tre dhe dymbëdhjetë mujore). Efekti i kësaj rritjeje, në dy tre vitet e para të tranzicionit ishte i dukshëm. Frenimi i hemoragjisë së parasë, përkoi me një rritje të depozitave në sistem, ndërkohë që inflacioni u frenua ndjeshëm duke zbritur në mënyrë konstante deri sa arriti në një nivel njëshifror, në fundin e vitit 1995. Periudha 1996 – 1997, me lindjen e fenomenit fajde, përkon me një kolaps total të rolit të përqindjes së interesit dhe të vetë politikës monetare të asaj kohe, derisa vijmë në një periudhë tjetër rritjeje të madhe të përqindjes administrative të interesit për depozitat me afat në lekë. Zhvillimet e faktuara në inflacion, gjatë periudhës 1999 – 2000, ishin të pazakonta, pasojë e tyre ishte një zbutje e vazhdueshme e kushteve të politikës monetare përgjatë gjithë kësaj periudhe. Në këtë mënyrë vijmë në tremujorin e tretë të vitit 2000, kur reagimi i bankave nuk po ndiqte më uljet e vazhdueshme të përqindjes administrative, nga ana e Bankës së Shqipërisë.

Në këto rrethana u mor në konsideratë, një rikonceptim i tërë kuadrit operacional të deriatëhershëm, dhe u vendos që politika monetare e Bankës së Shqipërisë të bazohej vetëm në zbatimin e instrumenteve të tregut. Roli i përqindjes bazë në ekonomi iu dha normës së interesit të marrëveshjes së riblerjes (repove),

transaksione këto që do të zhvilloheshin në ankande të rregullta javore, të cilat do të mbaheshin nga ana e Bankës së Shqipërisë.

III.1 KUADRI AKTUAL I INSTRUMENTEVE MONETARE.

Kuadri aktual i instrumenteve të Bankës së Shqipërisë është modeluar sipas atij të Bankës Qendrore Evropiane (BQE) dhe është mjaft i ngjashëm me të. Kuadri i instrumenteve përbëhet nga:

- operacionet e tregut të hapur;
- operacionet lehtësuese të Bankës së Shqipërisë; dhe,
- rezerva e detyruar.

III.1.1 OPERACIONET E TREGUT TE HAPUR.

Operacionet e tregut të hapur përmbledhin:

- Marrëveshjet e riblerjes dhe ato të anasjellta të riblerjes (repo dhe repo të anasjellta[22]);
- transaksionet me të drejta të plota;
- ndërhyrjet e Bankës së Shqipërisë në valutë.

Funksioni i këtyre instrumenteve është administrimi i likuiditetit dhe i normave të interesit në tregun ndërbankar. Marrëveshja e riblerjes ose repoja, është instrumenti kryesor i Bankës së Shqipërisë. Ai përcjell edhe politikën monetare të saj. Funksioni i repos është i dyfishtë: (i) ajo përdoret për administrimin e nivelit të likuiditetit në sistem dhe (ii) shërben si orientuese për nivelin e normave të interesit në ekonomi.

Marrëveshjet e riblerjes dhe ato të anasjellta të riblerjes.

Marrëveshjet e riblerjes dhe ato të anasjellta të riblerjes luajnë rolin kryesor në transmetimin e politikës monetare. Ato kanë për qëllim të rregullojnë normën e interesit në treg, të administrojnë likuiditetin e tregut si dhe t'iu transmetojnë bankave sinjale në lidhje me politikën monetare që do të ndiqet nga Banka e Shqipërisë. Operacionet e tregut të hapur janë ekskluzivitet i Bankës së Shqipërisë. Ajo vendos llojin e instrumentit qe do përdorë si dhe kushtet përkatëse lidhur me ekzekutimin e tij.

[22] Repoja dhe marrëveshjet e riblerjes janë terma ekuivalentë. Repoja vjen nga shkurtimi i termave repurchase offer (agreement).

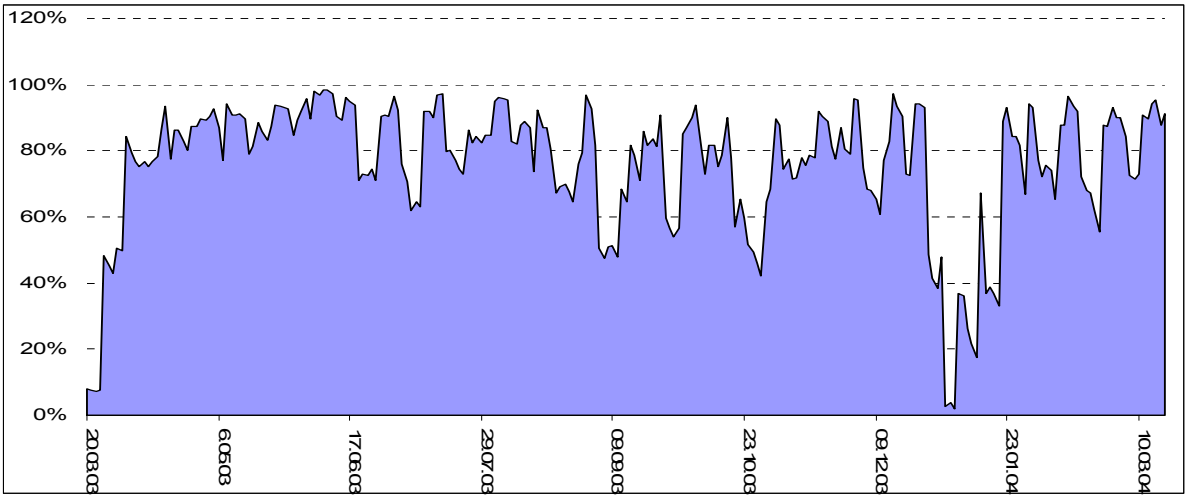
Para se të përpiqemi të kuptojmë se si arrin banka qendrore të kontrollojë nivelin e likuiditetit dhe normën e interesit në tregun ndërbankar, le të shikojmë se ç'përfaqëson repoja dhe si realizohet ajo në praktikë.

- **Lloji i instrumentit.** Marrëveshjet e riblerjes janë operacione të tregut të hapur gjatë të cilave Banka e Shqipërisë u shet letra me vlerë bankave të nivelit të dytë dhe i riblen ato në datën e caktuar sipas kushteve të paracaktuara. Diferenca e çmimit të blerjes me çmimin e shitjes paraqet interesin që Banka e Shqipërisë iu paguan bankave të nivelit të dytë. Ndërsa marrëveshjet e anasjellta të riblerjes janë operacione të tregut të hapur gjatë të cilave Banka e Shqipërisë blen letra me vlerë dhe i rishet në datën e caktuar sipas termave të kontratës. Në këtë rast, diferenca midis çmimit të shitjes dhe çmimit të blerjes paraqet interesin që bankat e nivelit të dytë i paguajnë Bankës së Shqipërisë për huanë që ato marrin prej saj.

  Këtu duhen dalluar dy momente:
  - **Afati i maturimit të instrumentit,** i cili në Shqipëri mund të jetë një javë, një muaj ose tre muaj.
  - **Norma e interesit të instrumentit.** Norma e interesit të repove javore shërben si norma bazë e interesit në ekonomi. Marrëveshjet e riblerjes me afate më të gjata maturimi shërbejnë si instrumente rregulluese dhe strukturuese të likuiditetit në treg. Norma e interesit të tyre nuk sinjalizon drejtimin e politikës monetare.

- **Natyra ligjore e instrumentit.** Letrat me vlere që tregëtohen nëpërmjet zhvillimit të marrëveshjeve (të anasjellta) të riblerjes janë të blera paraprakisht nga Banka e Shqipërisë ose nga bankat e nivelit të dytë në tregun primar apo sekondar të bonove të thesarit.

Grafik 1. Pesha e repos në tërësinë e operacioneve të Bankës së Shqipërisë.



Sipas qëllimit të përdorimit të tyre operacionet e tregut të hapur ndahen në: (i) operacionin kryesor të tregut, (ii) operacione rregulluese dhe (iii) operacione strukturore. Norma e interesit të operacioneve rregulluese dhe strukturore nuk shërben si sinjal i politikës monetare. Banka e Shqipërisë i zhvillon këto operacione në formë ankandi dhe pranon normën e interesit që del në to (natyrisht brenda kufijve te caktuar).

Marrëveshjet e riblerjes janë instrumenti kryesor dhe mund të përdoren për të tre qëllimet e lartpërmendura. Shitblerjet me të drejta të plota përdoren vetëm për qëllime rregulluese ose strukturore.

Box 3. Karakteristikat themelore të marrëveshjeve të riblerjes.

A. Operacioni kryesor i tregut.

Operacioni kryesor i tregut konsiderohet marrëveshja e riblerjes (e anasjelltë e riblerjes) me maturim njëjavor. Ai është dhe instrumenti kryesor i Bankës së Shqipërisë për zbatimin e politikës monetare. Karakteristikat themelore të marrëveshjeve (të anasjellta) të riblerjes mund të përmblidhen si më poshtë:

- Qëllimi i përdorimit të tyre është rregullimi i interesave të tregut, administrimi i likuiditetit dhe sinjalizimi i qëndrimit të politikës monetare.
- Janë të tipit ankand me shumë të përcaktuar dhe me shumë çmime ose ankand me çmim fiks dhe shumë të papërcaktuar.
- Norma fikse e interesit të marrëveshjeve të riblerjes miratohet nga Këshilli Mbikëqyrës i Bankës së Shqipërisë. Kjo normë shërben dhe si nivel maksimal ose minimal për ankandet me shumë çmime.

- Marrëveshja e riblerjes përdoret për tërheqjen e likuiditetit nga sistemi bankar, ndërsa marrëveshja e anasjelltë e riblerjes përdoret për injektimin e likuiditetit në sistem.
- Ankandi për këto lloj marrëveshjesh organizohet çdo javë dhe është i tipit standard.
- Maturimi i këtij instrumenti është shtatë ditë.
- Të gjitha bankat e nivelit të dytë që kanë llogari pranë Bankës së Shqipërisë kanë të drejtë të jenë pjesëmarrëse në këto ankande.

B. Operacionet strukturore.

Instrumentet që përdoren për operacione strukturore të tregut të hapur janë marrëveshjet (e anasjellta) e riblerjes me maturim një dhe tremujor si dhe shit/blerjet me të drejta të plota. Karakteristikat e marrëveshjeve (të anasjellta) të riblerjes me maturim një dhe tremujor janë:

- Qëllimi i përdorimit të tyre është rregullimi i pozicioneve strukturore si dhe administrimi i likuditetit (shtimi ose pakësimi me baza të përkohshme).
- Ankandet për këto lloj marrëveshjesh janë të tipit të shpejtë dhe nuk janë të fiksuara paraprakisht.
- Norma e interesit për këto marrëveshje i referohet normës së tregut në kohën e shpalljes së ankandit.
- Banka e Shqipërisë ka të drejtë t'i refuzojë kërkesat të cilat lëvizin shumë nga normat aktuale të interesit në tregun e parasë.
- Të gjitha bankat e nivelit të dytë që kanë llogari pranë Bankës së Shqipërisë kanë të drejtë të jenë pjesëmarrëse në këto ankande.

C. Operacionet rregulluese.

Për ekzekutimin e operacioneve rregulluese të tregut të hapur përdoren marrëveshjet (e anasjellta) e riblerjes me maturim një ditë, një dhe tre muaj si dhe shit/blerjet me të drejta të plota. Tiparet operacionale të marrëveshjeve (të anasjellta) të riblerjes me maturim njëditor janë:

- Qëllimi i përdorimit të tyre është rregullimi i luhatjeve të papritura në treg.
- Ankandet jane të tipit të shpejtë dhe frekuenca e tyre nuk është e standardizuar.
- Norma e interesit i referohet normës fikse të interesit të marrëveshjeve (të anasjellta) të riblerjes me maturim shtatëditor, i miratuar nga Këshilli Mbikëqyrës i Bankës së Shqipërisë.
- Të gjitha bankat e nivelit të dytë që kanë llogari pranë Bankës së Shqipërisë kanë të drejtë të jenë pjesëmarrëse në këto ankande.

III.1.2 INSTRUMENTET LEHTËSUESE TË BANKËS SË SHQIPËRISË:

Instrumentat lehtësuese (standing facilities) janë:

1. Kredia dhe depozita njëditore.
2. Kredia lombard.

Këto instrumente përshkruajnë një huadhënie ndërmjet Bankës së Shqipërisë dhe bankave të nivelit të dytë. Nëpërmjet kredisë njëditore dhe kredisë lombard, Banka e Shqipërisë i jep hua bankave të nivelit të dytë (injekton likuiditet), ndërsa nëpërmjet depozitës njëditore Banka e Shqipërisë merr hua nga bankat e nivelit të dytë (tërheq likuiditet nga tregu).

Funksioni i këtyre instrumentave është mbështetja e instrumentit kryesor të repove. Këto instrumenta përcaktojnë kufijtë në të cilët mund të lëvizë norma e interesit në tregun ndërbankar. Norma e interesit të depozitave njëditore aktualisht është 3.0 pikë përqindjeje nën normën e interesit të repos, ndërsa norma e interesit të kredisë njëditore aktualisht është 2.5 pikë përqindjeje mbi normën e interesit të repos. Norma e interesit të kredisë lombard është 6.0 pikë përqindjeje mbi normën e interesit të repos. Ajo jepet vetëm në raste të vecanta, kur mungesa e likuiditetit në një bankë duket se ka natyrë permanente.

Si rregull, këto instrumente përdoren me iniciativën e bankave të nivelit të dytë. Në këtë mënyrë, këto instrumente caktojnë një korridor brenda të cilit mund të lëvizin normat e interesit. Asnjë bankë nuk do të pranonte të merrte hua në treg ndërbankar me një normë interesi më të lartë se norma e interesit të kredisë njëditore, duke patur parasysh se ajo mund të marrë kredi njëditore lirisht në Bankën e Shqipërisë. Po kështu, asnjë bankë nuk do të pranonte të investonte fonde me një normë interesi më të ulët se ajo e depozitës njëditore, duke patur parasysh se ajo mund t'i depozitojë këto fonde në formën e depozitës njëditore në Bankën e Shqipërisë.

III.1.3 REZERVA E DETYRUAR.

Funksioni kryesor i këtij instrumenti është kontrolli i rritjes së ofertës monetare dhe, nëpërmjet mundësisë që jep banka qendrore duke mesatarizuar nivelin ditor të rezervës së detyruar, ajo kryen edhe funksionin e stabilitetit të normave të interesit në tregun ndërbankar.

III.2 ROLI I MARRËVESHJEVE TË RIBLERJES NË MEKANIZMIN E TRANSMISIONIT

III.2.1 ROLI I REPOS NË PËRMBUSHJEN E OBJEKTIVIT OPERACIONAL.

Në përgjithësi, ashtu si e theksuam edhe më lart, objektivat operacionalë janë dy llojesh: objektiva sasiorë dhe objektiva cilësorë (të normave të interesit).

Objektivat operacionalë sasiorë të likuiditetit përdoren në kushtet e regjimit të targetimit monetar. Nëpërmjet mekanizmit të multiplikatorit të parasë, ato vendosin një lidhje midis objektivit të ndërmjetëm (nivelit të ofertës monetare) dhe objektivit operacional (nivelit të likuiditetit në sistem dhe nivelit të bazës monetare). Në këtë këndvështrim, repoja përdoret për të arritur nivelin e dëshiruar të likuiditetit, duke tërhequr ose, duke injektuar likuiditet.

Objektivat operacionalë në formën e normave të interesit përgjithësisht janë norma të interesit të tregut ndërbankar (norma e interesit me te cilën bankat e nivelit të dytë marrin dhe japin hua me njëra-tjetrën). Pra ato nuk janë direkt norma e interesit të marrveshjeve të riblerjes. Në këtë këndvështrim, norma e interesit të repove është vetëm një normë orientuese për normat e interesit të tregut.

Fillimisht, Banka e Shqipërisë i ka përdorur repot (të cilat janë prezantuar në korrik 2000) ekskluzivisht për të administruar likuiditetin në treg. Zhvillimi i tregut ndërbankar ka bërë që Banka e Shqipërisë t'i kushtojë një rëndësi më të madhe rolit të repove në administrimin e normave të interesit të tregut. Po si arrin një banke qendrore të bëjë të mundur që norma e interesit të tregut ndërbankar të jetë afër (ndryshimet janë praktikisht të papërfillshme) normës së interesit të repove?

Si fillim, duhet të ndalemi pak te gjendja agregate e likuiditetit në sistemin bankar. Ky koncept është shuma aritmetike e gjendjeve individuale të likuiditetit të bankave. Pra, një ose shumë banka mund të jenë me mungesë / tepricë likuiditeti, ndërsa bankat e tjera me tepricë / mungesë likuiditeti, por sistemi bankar si i tërë do të jetë me mungesë ose me tepricë likuiditeti.

A. **Supozojmë se sistemi është me mungesë likuiditeti.** Në këto raste, banka qendrore, duke parashikuar saktë nevojat e likuiditetit të sistemit dhe duke injektuar në sistem nivelin e dëshiruar të likuiditetit, bën të mundur që normat e interesit të transaksioneve ndërbankare të qëndrojnë afër normës së interesit të marrvëshjeve të riblerjes. **Një bankë do të pranonte të merrte hua vetëm në norma interesi që janë afër asaj (zakonisht më ulët) të repos; në të kundërt ajo do t'i drejtohej Bankës së Shqipërisë.** Në këtë këndvështrim, norma e interesit të repos është norma marxhinale e marrjes hua. Nëqoftëse banka qendrore nuk parashikon saktë nivelin e likuiditetit të kërkuar nga sistemi bankar, mund të kemi shmangie të normave të interesit të tregut nga ajo e repos.

B. **Supozojmë se sistemi bankar është me tepricë likuiditeti.** Në këtë rast, banka qendrore shndërrohet në tërheqëse të likuiditetit. Supozojmë përsëri se banka qendrore do të bënte një parashikim të saktë të likuiditetit dhe do të tërhiqte saktësisht sasinë e ofruar nga bankat. **Edhe në këtë rast, niveli i normave të interesit në tregun ndërbankar do t'i afrohej atij të repos. Një bankë nuk do të pranonte të jeptë hua në tregun ndërbankar me një normë interesi më të ulët se ajo me të cilën tërheq fondet Banka e Shqipërisë.** Në këtë rast, norma interesit të repos është kostoja e oportune e mbajtjes së fondeve të tepërta për sistemin bankar. Nëqoftëse parashikimi i likuiditetit nuk ka qenë i saktë mund të kemi përsëri shmangie të normave të interesit të tregut ndërbankar nga norma e interesit të repove.

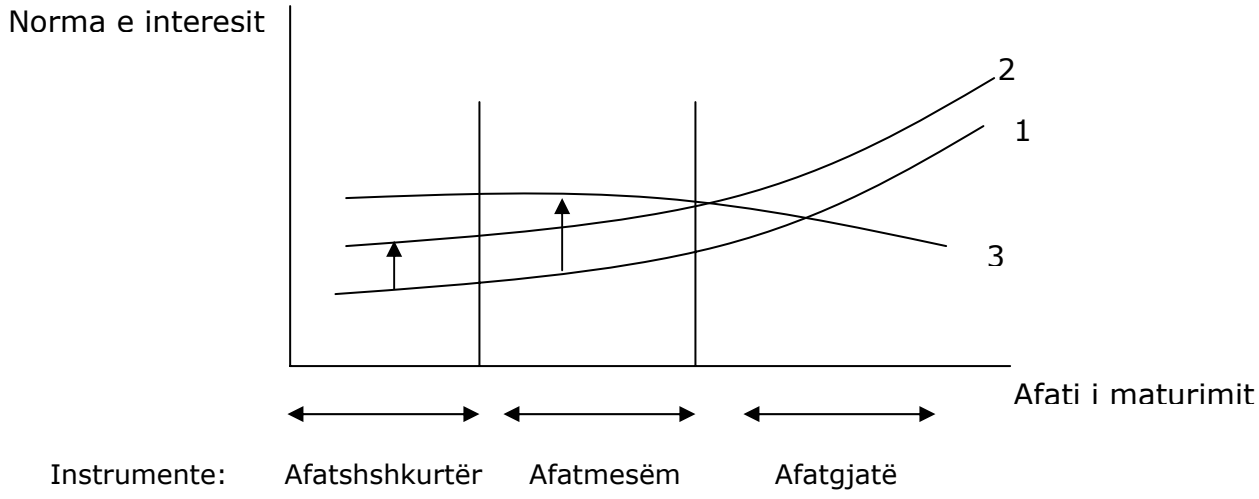
Në të dyja rastet, normat e interesit të tregut ndërbankar do të jenë afër normës së interesit të repos. Gjithsesi, edhe në rast të parashikimi të gabuar të likuiditetit nga banka qendrore, instrumentet dhe operacionet lehtësuese të përmendura më lart kufizojnë lëvizjet e normave të interesit në tregun ndërbankar.

III.2.2 SI PËRCILLET NDRYSHIMI I NORMËS SË INTERESIT TË REPOVE NË EKONOMI?

Duke iu kthyer skemës së mekanizmit të transmetimit të politikës monetare të paraqitur më parë, duhet theksuar se normat e interesit të cilat kanë ndikimin më të madh në transmetimin e vendimeve të politikës monetare në ekonomi, janë normat e interesit të instrumenteve afatgjata.

Por, normat e interesit të repove janë vetëm norma interesi afatshkurtra. Si ndikojnë ato në normat afatgjata të interesit? Këtu duhet futur në punë koncepti i kurbës kohore të normës së interesit (*yield-curve*). Dihet se instrumentet afatgjata kanë norma interesi më të larta, kryesisht si pasojë e rrezikut më të madh që ato paraqesin (linja 1 e grafikut).

Figura 2. Kurba e normave të interesit.



Banka e Shqipërisë, duke ndryshuar normën e interesit të repove, dëshiron një zhvendosje paralele të kurbës së normave të interesit. Me fjalë të tjera, duke ulur/rritur normën e interesit të repove me 0.5 pikë përqindjeje, Banka e Shqipërisë dëshiron që norma e interesit të depozitave në lekë, norma e interesit të bonove dhe obligacioneve të thesarit, si dhe të gjitha normat e interesit në ekonomi, të ulen/rriten me 0.5 pikë përqindjeje. Grafikisht kjo do të ilustrohej me zhvendosjen e linjës 1 në linjën 2 të grafikut. Kalimi i kurbës së normës së interesit në pozicionin 3 është reagimi më i padëshiruar i sistemit financiar ndaj një shtrëngimi të politikës monetare.

Praktika tregon se tregjet financiare janë mjaft komplekse. Faktori kryesor që përcakton formën e kurbës së normave të interesit janë pritjet inflacioniste. Në qoftë se publiku nuk e percepton si të drejtë politikën monetare të ndjekur, reagimi i tij mund ta bëjë të pavlefshme politikën monetare. Prandaj, bankat qendrore janë mjaft të kujdesshme në përputhjen e instrumenteve të tyre të politikës monetare me realitetin ekonomik dhe pritjet e agjentëve të tregut.